

# 配当政策変更におけるシグナリング効果と利益調整行動

## Signaling of dividend policy and earnings management in dividend policy change

張 晋寧

ZHANG, Jinning

本研究は配当政策の変更における配当シグナリング効果と利益調整行動について実証分析を行った。配当シグナリング理論は多くの先行研究では理論と実務の両面に研究されてきたが、それらの研究の多くは理論の検証または異なる配当政策の株価への影響などを中心に研究している。日本において、戦後多くの大企業を支えてきた株主相互持合いは日本の独特な資本取引慣行であり、21世紀初以来、持ち合い解消が加速化され、このプロセスの中で配当シグナリング効果はいかなる変化があるかについてはまだ十分に研究されていない。さらに、配当政策は重要なコーポレート・イベントであり、その変更前後における経営陣の利益調整行動と動機についての先行研究が少なく、更なる研究をする必要がある。本稿では、東証一部非製造業企業（256社）をサンプルとし、イベントスタディで配当政策変更における累積異常リターン（CAR）を推定し、時系列で持ち合い解消のプロセスの中で配当シグナリング効果がより明白になっていることを発見した。さらに、2010年から2018年までの東証一部非製造業をサンプルとして、裁量的発生高をモデルで推定し、配当政策変更±2年計5年の裁量的発生高平均値を比較した後、経営陣が配当政策変更において、配当金を維持または増加するため、利益調整の動機を持っていることを発見した。

キーワード：配当政策、配当シグナリング、利益調整行動

### 1 はじめに

配当政策に関する重要な理論の一つ、シグナリング理論（Signaling）は多くの実証研究に支持された。例えば、Miller and Modigliani (1961) は完璧ではない市場において、配当性向の変化に含まれた情報（情報内容仮説）は株価に影響すると提唱した。John and Williams (1985) は経営者と投資家の間は情報非対称性が存在し、経験的かつ実証的に知られている配当シグナリングは情報の非対応を緩和するのに重要な役割を担っていることを主張した。Kato et al. (2002) は増配する企業の超過リターンは有意に正となっており、配当額と株価の間は正の関係を主張した。

諏訪部（2006）は増配した企業は増配後の利

益増加確率が高く、減配した企業の利益持続性は低いことを発見した。石川（2007）は有配企業が増配のアナウンスを出した後、株価反応が正になり、減配のアナウンスを出した後、株価反応は有意に負となっていることを実証した。つまり、企業の配当政策の変更によって Good News または Bad News を形成し、シグナリングとして投資家に伝達され、株価の上昇または下落に影響を与えることになる。

一方、相互持合いは戦後の日本企業の買収防衛策として独特な資本取引慣行である。しかし、バブルの崩壊による景気低迷と業績悪化などの原因で、相互持合いは従来のように持ち合い企業の利益に貢献するのではなく、負の連鎖となり、企業利益にマイナスの影響を与えることになった。1990年代から相互持合いが解

消する動きが出現し、2002年、銀行を中心に株式保有が規制され、持ち合い解消をさらに進ませた。持ち合い解消による大企業株主構成の変化は当然企業の配当政策に影響する。このプロセスの中で持ち合い解消は配当政策にいかなる影響を与えているのか、実証された配当シグナリング効果はどのような変化があるのかを究明するのが本研究の一つの目的である。

利益調整 (Earnings Management) は数十年研究されており、今も実証会計の重要な研究領域の一つとなっている。特定のコーポレート・イベントが利益調整に影響を与えることは多くの実証分析で証明された<sup>1)</sup>。配当政策も重要なコーポレート・イベントであり、外国人投資家や機関投資家といった「物言う株主」の存在は、経営者による配当への関心を高めると考えられる。しかし、配当政策の変更における利益調整行動は十分に明らかになっていない。本研究の二つ目の目的は裁量的発生高を利益調整の指標として用い、配当政策変更における利益調整を時系列で明らかにすることである。

研究目的を達成するために、まずは持ち合い解消が加速し始めた2000年から2018年までの配当変更日を特定し、イベントスタディの方法でサンプル企業の配当政策変更における株

価異常リターン CAR (Cumulative Abnormal Return) を計算し、持ち合い解消プロセスの中でのシグナリング効果を時系列で分析する。

そして、配当政策変更における利益調整行動を究明するため、サンプル企業の配当政策変更日前後2年の裁量的発生高をモデルで計算して、時系列で利益調整を俯瞰しながら、増配、減配または無配における利益調整行動を明らかにする。最後には本研究で取り上げなかった問題と今後の課題をあげる。

## 2 研究背景と問題意識

日本では2001年に金庫株の解禁に伴う自社株買いの自由化が行われた。その結果、企業は目的を問わずに、自社株を取得し保有することができるようになり、自社株買いを通じてシグナリング効果を図り、株価を上昇させることや、敵対的買収に対する買収防衛策が可能になった。しかし、日本の配当総額の推移を見ると、リーマンショックで一時的な配当の減少が現れたが、全体的にみると年々増加する傾向がみられる(図1)。これは日本の企業は配当方式の多様化にもかかわらず、依然として大企業の好む配当方法が現金配当であることを示している。

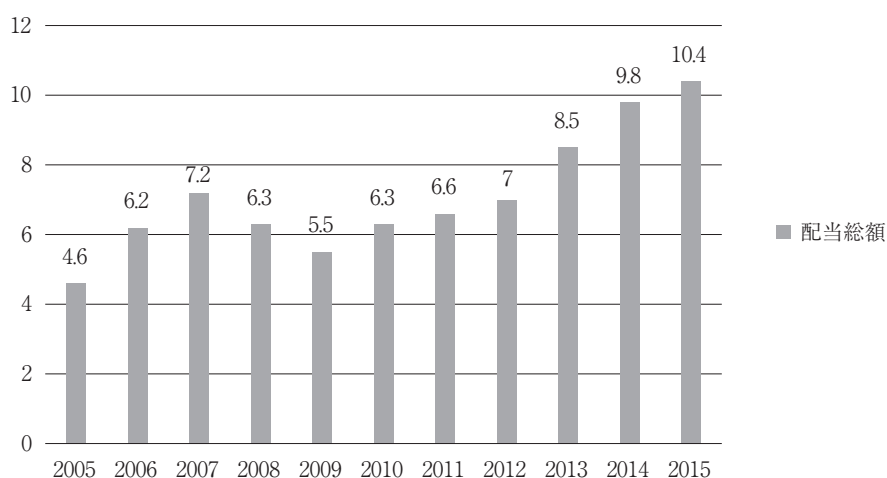


図1 日本企業の配当総額の推移

出所：QUICKのデータを基に三井住友アセットマネジメント作成。

配当総額が増えた原因は、株式融資への依存度の増強と株主構成の変化から起こされたと考えられる。

MM理論は、完璧な市場において配当政策と企業価値は無関係と提唱した。亀川(1995)は、企業価値は企業の投資政策によって評価され、増配は内部留保を減らし、外部融資への依存度を増加させるため、MM理論において、配当政策と資本構成の議論には本質的な違いはないと主張している。

持ち合い解消プロセスの中で日本企業の資本構成の変化は配当政策に影響している。図2は日本企業の主な資金調達方法の推移を表しているものである。経済のグローバル化や金融ビッグバンの影響を受け、1980年代は株式による資金調達が多くなり、メインバンク制による銀行の貸出も企業のレバレッジを高位に維持した。90年代からバブル崩壊後、経営業績悪化と不良債権の問題で株式市場規模が一時的に縮小した。2000年初に銀行を中心とした金融機関の株式保有が規制され、持ち合い解消による借入への依存の減少とエクイティ融資への依存の増大の傾向が見られた。2008年、リーマンショックの余波を受け、株式市場から資金が撤退し、株式による資金調達は厳しく影響さ

れ、2010年以降に景況回復による株式融資の増加と借入減少が続き、株式市場への依存度が高まったことが明らかになっている。株式資本の増加に伴う株主への還元はますます重要な意思決定となり、株主は高い配当金(インカムゲイン)を期待する一方、経営者側も増配によって投資者にシグナリングを伝達しようとしている<sup>2)</sup>。

図3は東証上場企業の株主推移を表している。事業法人(安定株主)の持ち株比率は1990年代から緩やかに低下し続け、2015年までは22.6%となっていたが、これから緩やかな持ち合い解消が続く傾向にある。金融機関の持ち株比率も低減するが、2015年までは約27%の持ち分を持っている。これは従来の政策保有(持ち合い)の目的ではなく、信託などの運用目的の保有である。一方、外国法人(ほぼ機関投資家)の持ち株比率は1990年代から大きく上昇してきた。要するに、持ち合い解消による安定株主の減少と機関投資家の増加の傾向がみられる。従来の政策保有の株主と比べて機関投資家のような運用目的を持つ「物言う株主」の増加は、経営者の配当への関心を高めると推測される。

上述のように、日本企業は株式融資への依存

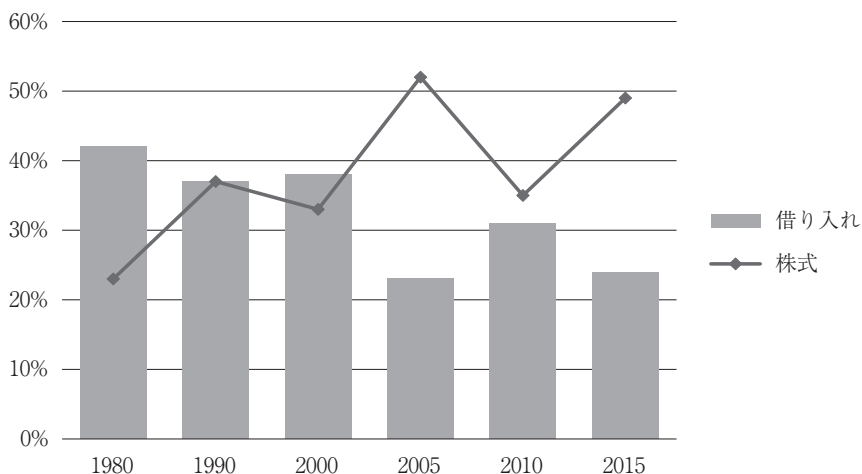


図2 資金調達方法の推移

出所：日本銀行「資金循環統計」のデータを基に作成。

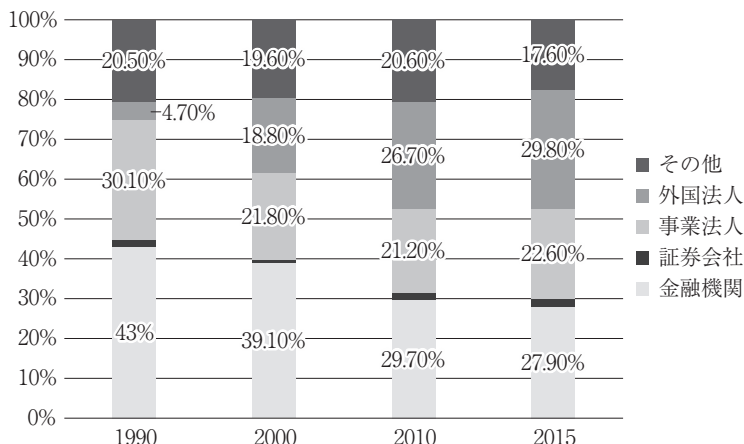


図3 日本大企業の株主構成の推移

出所：日本取引所グループのデータを基に作成。

度が増強するとともに株主構成も変化してきた。持ち合い解消のプロセスの中で、配当政策はどのような影響を受けているのか、配当シグナリング効果は持ち合い解消と共にどんな変化があるのかは、未だ十分に研究されていない。

利益調整行動とは一般に認められた会計基準(GAAP)の範囲内において、経営者が何らかの目的を達成するために行う会計的裁量行動である(首藤, 2010)。利益調整研究を大別すると、会計的利益調整と実体的利益調整に分けられる。会計的利益調整とはキャッシュフローにもかかわらず、運転資本と非資金項目(減価償却費)でGAAPの範囲内に利益を調整する行動である。一方、会計的な利益調整を伴わないキャッシュフローの実体的調整が企業価値に与える影響の研究もこの10年間、盛んになった。会計的利益調整はこれまでの利益調整研究の主流となっている。特に経営者は利益調整においてどのような動機を持っているのかを明らかにするのは会計制度、監査制度の改善にも貢献できる。近年、経営者の利益調整行動はどのような動機に基づくかについて、様々なコーポレート・イベントに焦点をあてた実証分析の成果がみられた。例えば、M&A、IPOや不祥事などのイベントが発生した時の経営者の利益調整行動などである。表1は経営者の利益調整の動機

表1

|  |
|--|
| <p><b>投機的動機 (自らの利益で利益調整を行う)</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>① 業績連動型の経営者</li> <li>② 財務制限 (負債)</li> <li>③ 節税動機</li> <li>④ 株価を維持または上昇させることによってコーポレート・イベントに有利</li> </ul>  |
| <p><b>情報開示的動機 (利益調整を通じて内部情報を投資家に伝達する)</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>① 中長期的な利益に自信をもって、増益調整をする。</li> <li>② 当年度特別な損失を計上した場合、将来業績への影響を軽減するため有価証券を売って損失を補填する。</li> </ul> |

出所：重本洋一 (2013) p.36 を参考に作成。

と具体的な例である。

表1による経営者の利益調整動機は主に2種類に分類できる。一つ目は投機的動機である。経営者は自らの目的または利益を達成するため、利益調整を行う。例えば、経営者の報酬と業績を紐づけ、経営者はボーナス収入を確保するため増益調整する動機を持っている。M&Aにおいて経営者は創業者利得を最大化するために増益型の利益調整で簿価ベースの企業価値を増やす動機を持っている。またはIPOにおいて経営者は新規株式公開をする時により高い株

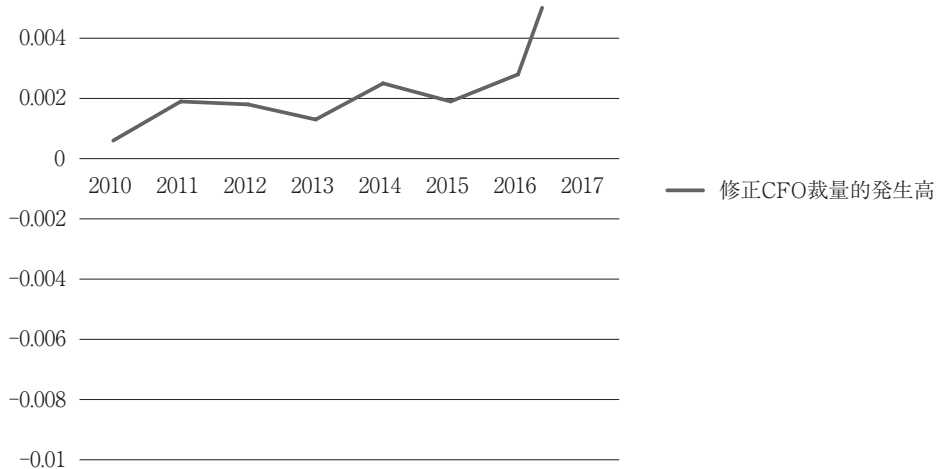


図4 裁量的発生高の絶対値の推移

価を評価されるために IPO する直前と直後も増益型利益調整をする株価上昇動機を持っている。二つ目は情報開示的動機である。経営者は利益調整を通じて、企業の私的情報を市場と投資家に伝達する。

図4<sup>3)</sup>は修正 JONES・CFO モデルで計算した 2010 年から 2017 年までの東証一部の非製造業企業の裁量的発生高平均値を表すものである。図によると、非製造業企業の利益調整行動は年々平均的に増加していることが分かった。上述の M&A、IPO（新規株式公開）や不祥事などのコーポレート・イベントにおける利益調整行動はそれぞれの動機を持ち、増益型利益調整を行っている。配当政策も重要なコーポレート・イベントとして株価に影響を与えている。経営者による配当政策変更における利益調整はどのような傾向があるか、どんな動機を持っているのかについてはまだ十分に研究されていない。

### 3 先行研究サーベイと仮説設定

#### (1) 配当シグナリング効果の先行研究サーベイ

Miller and Modigliani (1961) は完璧ではない市場において、経営者の次期業績への期待は配当性向の形で表現されると想定し、その配当性向の変化に含まれた情報（情報内容仮説）は

株価に影響すると提唱した。

John and Williams (1985) は情報内容仮説に基づいて、経営者は投資家との情報非対称性を緩和するため、配当という手段を用いて投資家に将来業績の情報を伝える配当シグナリング理論を主張した。増配の場合、増配は経営者が自信を表す投資家へのメッセージとなる。減配の場合、投資家は経営者の業績悪化への予想というメッセージとして受け取る。経験的かつ実証的に知られている配当シグナリングは情報の非対称性を緩和するのに重要な役割を担っている。

Healy and Palepu (1988) はアメリカの上場企業をサンプルとし、有配と無配を分類し、株価への影響を分析した。結果としては有配の企業は配当公表日前後の収益は有意に正となる一方、無配企業は有意に負となっている。Michaely, Thaler and Womack (1995) は有配企業と無配となった企業の株価インパクトを比較し、無配企業の株価影響度が有配企業の株価影響度を上回ったという結論に至った。

Kato et al. (2002) は東京証券取引所の一部上場企業をサンプルとし、増配する企業の超過リターンは有意に正となっていることを主張した。Harada and Nguyen (2005) は東京証券取引所一部、二部に上場する企業を対象に、配当額と株価の間の正の関係を主張した。

Damodaran (2006) は1989年から2003年までのアメリカ企業の配当政策を検証し、配当政策を経常的に変更することに抵抗感を持っている企業が多いことが分かった。原因をまとめると、企業にとって増配はリスクのある行為であるため、頻繁に増配また高配当を維持することは企業の財務負担となり、業績を年々向上させる自信がないかぎり、経営者は増配を行わないと考えられる。一方、経営者は減配を避ける傾向がみられる。それはプロスペクト理論で解釈すれば、人々は利得より損失への反応が大きいいため、減配は株価の下落を招く可能性が高いと考えられる。

諏訪部 (2006) は増配と減配を行った企業のEPSを調査し、増配した企業は増配後の利益増加確率が高く、減配した企業の利益持続性が低いことを発見した。これも配当シグナリング理論を支持する結果である。石川 (2007) は1984-1998年の期間に金融保険業を除いて7,872社を対象にし、有配の企業が増配のアナウンスを出した後株価反応が正になり、減配のアナウンスを出した後、株価反応は有意に負となっていることを提唱した。石川 (2010) は2002年～2005年までの企業データを取って、配当シグナリング効果を検証した。

Skinner and Soltres (2011) は先行研究を踏まえながら、配当シグナリング効果を肯定し、さらに配当という情報の内容には将来業績の変化だけではなく、業績の持続性(利益持続性)に関する情報も含まれると主張した。1974年～2005年までのアメリカ企業のデータを用いて、 $t$ 期有配企業は無配企業より $t+1$ 期の利益持続性が高いという結論を得ている。

## (2) 配当政策変更における利益調整行動の先行研究サーベイ

島田 (2011) は自社株買い公表前の利益数値制御(利益調整)を検証した。自社株買いを公表した後に買い戻さなかった企業は、自社株買いの公表前に増益型の利益調整を行っている。

公表後に自社株を買い戻した企業は、公表前に減益型の利益調整を行うことを発見した。さらに、経営者が裁量的発生高を用いて利益調整するために、棚卸資産、減価償却費、特別損益などの項目がよく利用されることを発見した。自社株買いは配当方法の一つとして大企業に用いられている。現金配当と同様に、自社株買いの公表もシグナリング効果を持ち、投資家に今の株価が割安というメッセージを伝えられる。

青木 (2012) は配当政策における利益持続性および経営者の利益調整行動を検証した。利益持続性(earnings persistence)を定量化するため、モデルで測定し、有配企業は無配企業より利益の持続性が高く、特に有配企業の中では、増配企業の利益持続性が高いことを発見した。配当政策における利益調整行動は増配後、経営者は前年度の利益に近づけようという動機を持ち、増益調整をするという仮説を立て、配当ダミー変数を説明変数として用いて、裁量的発生高を被説明変数として重回帰モデルで分析した。その結果、増配した企業の経営者は前年度の利益に近づけるため、裁量的発生高を用い、増益調整をする可能性が高いと指摘した。

市原 (2017) は配当と報告利益管理の関係について実証分析を行った。彼の研究によると、企業は減配回避と安定配当の配当政策を達成するため、経営者に利益調整のインセンティブを与えていると想定し、前期の配当金額を維持し続ける報告利益を確保するために、経営者が増益型調整で報告利益管理を行っていることを実証分析で証明した。

研究目的に基づいて以下の仮説を立てた。

- 仮説1：持ち合い解消のプロセスの中で配当シグナリング効果はより明白になる(2008年リーマンショックの影響でシグナリング効果は一時的に低くなる)。  
 仮説2：増配の場合、経営者は投資家が継続的な利益を期待することに背かないため、増配前より増配後の裁量的行

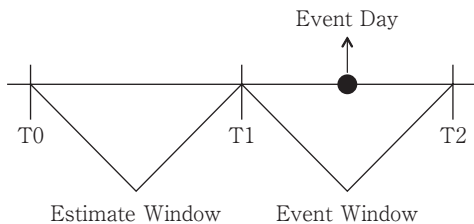
動（裁量的発生高）が増大する。

仮説3：減配の場合、経営者は増配より配当金をさらに維持するプレッシャーを持たず、利益調整のインセンティブが弱まり、減配前より裁量的行動（裁量的発生高）が減少する。

## 4 リサーチデザイン

### (1) 持ち合い解消におけるシグナリング理論

配当政策の変更による株式市場の反応はイベントスタディで累積異常リターン（CAR）を計算して測る。イベントスタディのデザインは以下のように設計している。



- ① イベント日（Event Day）：配当政策変更日（決算短信掲示日）
- ② イベントウィンドウ（Event Window）：イベントウィンドウ（T1～T2）は配当政策変更日±3日を設定する。
- ③ 推定ウィンドウ（Estimate Window）：正常収益を推定するための推定ウィンドウ（T0～T1）は過去三ヶ月を設定する。
- ④  $\beta$  係数の推定：市場モデルで全市場収益率（TOPIX 収益率）と各銘柄の日収益率の直線的関係を推定する。

$$R_i = \alpha_i + \beta_i R_m + e$$

$R_i$  は銘柄  $i$  の市場収益率

$R_m$  は市場全体の収益率

$\beta_i$  は市場収益率の係数

$\alpha_i$  は定数項

$e$  は誤差項

- ⑤ 異常リターンの推定（Abnormal Return）：イベントウィンドウ内の実際市場収益率から正常収益を差し引き、日単位の異常リターンを求める。
- ⑥ 累積異常リターンの推定（Cumulated Abnormal Return）： $CAR(T1, T2) = \sum_{T1}^{T2} AR_t$
- ⑦ 帰無仮説の検定：

$H_0$  — イベントの影響はない

$AR / CAR$  の平均がゼロ

$H_1$  — イベントの影響あり

$AR / CAR$  の平均はゼロではない

配当政策の変更における株価異常リターン（CAR）の平均は0という帰無仮説を立てる。帰無仮説を棄却できれば、CARの値は統計的に有意となる。つまり、配当政策変更における株式市場の反応は有意である。

上述のイベントスタディで計算した結果により、業種ごとに年々のCAR平均値を集計し、時系列で持ち合い解消プロセスの中での配当シグナリング効果の変化を分析する。

### (2) 配当政策変更における経営者の利益調整行動リサーチ

#### ① 裁量的発生高の測定

本論文は経営者の利益調整行動の指標として、三つのモデルで裁量的発生高を算出する。

会計発生高（TotalAcc）=（ $\Delta$ 流動資産 -  $\Delta$ 流動預金）-（ $\Delta$ 流動負債 -  $\Delta$ 短期借入金・社債合計）-（ $\Delta$ 貸倒引当金 +  $\Delta$ 賞与引当金・未払賞与 +  $\Delta$ その他の短期引当金 +  $\Delta$ 退職給付引当金 +  $\Delta$ その他の長期引当金）- 減価償却費・無形資産の償却

会計発生高は企業の当期純利益とキャッシュフロー残高の差、信用取引の発展に伴うものである。会計発生高は企業経営に伴う必ず発生する非裁量的発生高と経営者の見積もりによる裁量的発生高の二つの部分で構成されている。本研究は裁量的発生高を経営者の利益調整行動の尺度として用いる。裁量的発生高は以下三つの方法で推定する。

## 1: &lt; JONES モデル &gt;

$$\begin{aligned} \text{TotalAcc}_{it}/A_{it-1} &= \alpha/A_{it-1} + \beta_1 \left[ \frac{\Delta \text{REV}_{it}}{A_{it-1}} \right] \\ &+ \beta_2 \left[ \frac{\text{PPE}_{it}}{A_{it-1}} \right] + E_{it} \end{aligned}$$

## 2: &lt; 修正 JONES モデル &gt;

$$\begin{aligned} \text{TotalAcc}_{it}/A_{it-1} &= \alpha/A_{it-1} + \beta_1 \left[ \frac{\text{REV}_{it} - \text{REC}_{it}}{A_{it-1}} \right] \\ &+ \beta_2 \left[ \frac{\text{PPE}_{it}}{A_{it-1}} \right] + E_{it} \end{aligned}$$

## 3: &lt; 修正 CFO モデル &gt;

$$\begin{aligned} \text{TotalAcc}_{it}/A_{it-1} &= \alpha/A_{it-1} + \beta_1 \left[ \frac{\text{REV}_{it} - \text{REC}_{it}}{A_{it-1}} \right] \\ &+ \beta_2 \left[ \frac{\Delta \text{CFO}_{it}}{A_{it-1}} \right] \\ &+ \beta_3 \left[ \frac{\text{PPE}_{it}}{A_{it-1}} \right] + E_{it} \end{aligned}$$

TotalAcc<sub>it</sub>: i 企業 t 期の会計発生高

A<sub>it-1</sub>: i 企業 t-1 期の総資産

ΔREV<sub>it</sub>: i 企業 t 期の売上高変動額

ΔREC<sub>it</sub>: i 企業 t 期の売上債権変動額

ΔCFO<sub>it</sub>: i 企業 t 期のキャッシュフロー残高変動額

PPE<sub>it</sub>: i 企業 t 期の固定資産額

E<sub>it</sub>: 誤差項

上記三つのモデル中の修正 JONES・CFO モデルで年度別、産業別で裁量的発生高を推定した上で、配当政策の変更日前年度と変更後の利益調整行動を時系列で分析する。

## 5 データとサンプル

本研究は東証一部の非製造業企業を分析対象として、日経 Financial Quest Ver 2.0 で 2000 年から 2018 年までの財務データと株価情報（銀行、証券、保険業を除く）を入手している。シグナリング効果の検証は、水産、鉱産、電気ガス、通信、運輸業、小売業、7つの業界 258 社のデータを入力している（表 2）。裁量的発生高を計算するために東証一部の非製造業企業すべての計算可能な企業のデータを入力している。

表 2

| 業種/配当種類 | サンプル種類 |       |       |
|---------|--------|-------|-------|
|         | 企業数    | 増配（件） | 減配（件） |
| 水産      | 6      | 39    | 7     |
| 鉱産      | 7      | 24    | 10    |
| 電気、ガス   | 18     | 59    | 32    |
| 通信      | 23     | 140   | 57    |
| 運輸      | 56     | 232   | 90    |
| 小売      | 148    | 440   | 155   |
| 合計      | 258    | 934   | 351   |

## 6 分析結果

### (1) 持ち合い解消プロセスのシグナリング効果

図 5 は東証一部の非製造業企業の 2001 年から 2018 年までの増配及び減配件数の推移を表すものである。2001 年の銀行を中心に企業株式保有が制限され、持ち合い解消が加速化してから、サンプル企業の増配件数は年々増える傾向が見られる一方、減配件数は相対的に変わっていない。しかし、図表によると、近年企業は減配を回避する傾向も見られる。注目すべきは 2008 年から 2010 年の推移である。

ペッキングオーダー理論により、企業が融資する優先順位は、内部留保、銀行借入、最後はエクイティ融資であるため、市場全体の景気悪化で業績不振に陥ったときに、当然内部留保で資金調達するのは一番効率のかつ安全である。2008 年には日本もリーマンショックの余波を受けて、多くの大企業が業績悪化、経営不振に陥った。増配する財源も確保できず増配件数が約 50% 下がった。内部留保で資金調達するため、減配を行い、必要な財源を捻出していることが考えられる。2010 年から景気が回復し、大企業も財務的な余裕があるため、増配件数は急速に伸びて 2014 年は 2010 年の約 2 倍、2018 年は 2010 年の約 2.5 倍となっている。一方、増配件数が伸びると共に減配件数も急速に減り、2012 年から徐々に下がっていく傾向が



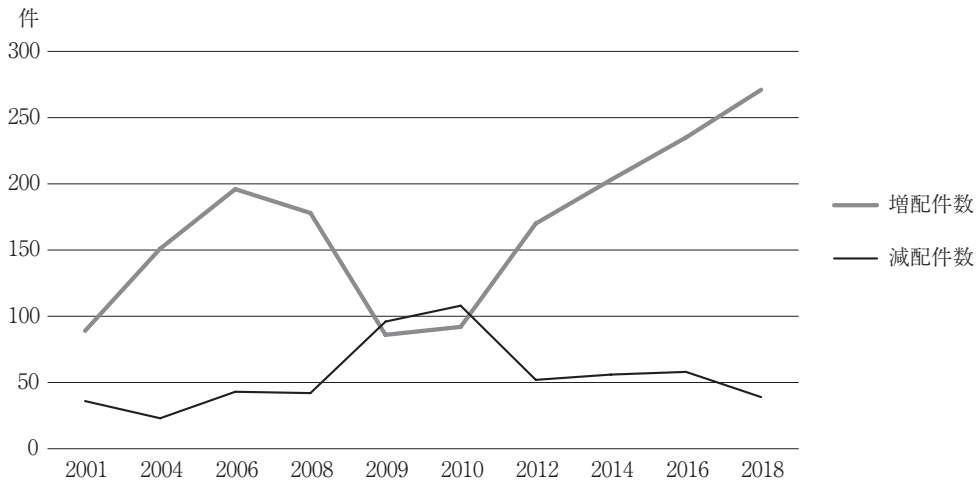


図5 増配, 減配件数の推移

出所：日経 Financial Quest のデータより筆者作成。

見られる。

持ち合い解消が加速し始めた2001年から2018年までのサンプル企業の増配または減配における株式市場の反応を表3のようにまとめている。CARは配当政策変更日をイベント日として±三日間の累積異常リターン、t値はイベントは株価に影響しない（CAR平均値がゼロ）という帰無仮説を検証するための統計量である。

表3によると、増配の18年の平均値には15年の値が有意になっている、減配の18年には13年の値が有意になっていることが分かった。配当シグナリング効果によれば、経営者が未来業績への自信を表すために増配を行う一方、業績不振を予想された場合は減配を行う。そして、増配（減配）はシグナリングとして株式市場に伝達し、株価に影響する。図6は表3の平均値の推移を表すものである。増配におけるCARは2001年から2018年まで全体的にプラスかつ上昇する傾向が見られ、リーマンショックの2008年のCAR値（0.0002 t値：-2.17）も有意に低くなっている。減配におけるCARは全体的にマイナスかつ低下する傾向がみられる。近年、減配による株価へのマイナスの影響が大きくなっているのは経営者の減配回避行動

表3 配当政策変更における株式市場の反応

| 年度   | CAR (3, 3) |       |         |        |
|------|------------|-------|---------|--------|
|      | 増配         | t 値   | 減配      | t 値    |
| 2001 | -0.0015    | -2.68 | 0.0012  | 2.93   |
| 2002 | 0.0003     | 3.21  | -0.0003 | -1.988 |
| 2003 | 0.0004     | 2.55  | 0.0003  | 2.76   |
| 2004 | 0.0008     | 2.29  | -0.0044 | -0.58  |
| 2005 | -0.001     | -1.65 | 0.0009  | 2.97   |
| 2006 | -0.0001    | -2.98 | 0.001   | 3.18   |
| 2007 | -0.0008    | -1.45 | 0.0004  | 2.82   |
| 2008 | 0.0002     | 2.17  | -0.0013 | -0.45  |
| 2009 | 0.0032     | 2.08  | 0.0024  | 1.08   |
| 2010 | 0.0026     | 1.71  | -0.0007 | -1.532 |
| 2011 | 0.0009     | 1.98  | -0.0023 | -2.87  |
| 2012 | 0.0018     | 2.34  | -0.0017 | -3.19  |
| 2013 | 0.0027     | 2.07  | -0.0002 | -2.045 |
| 2014 | 0.0013     | 4.61  | -0.0002 | -1.56  |
| 2015 | 0.0025     | 3.55  | 0.005   | 2.58   |
| 2016 | 0.0011     | 2.17  | -0.0011 | -3.39  |
| 2017 | 0.0019     | 3.24  | -0.0008 | -2.93  |
| 2018 | 0.0018     | 4.09  | -0.0015 | -2.77  |

も解釈できるだろう。

以上のように増配と減配いずれも配当シグナリング理論と整合的な結論が得られている。そして本研究において立てた仮説①：持ち合い解消のプロセスの中で配当シグナリング効果は増大する傾向がある（2008年リーマンショックの

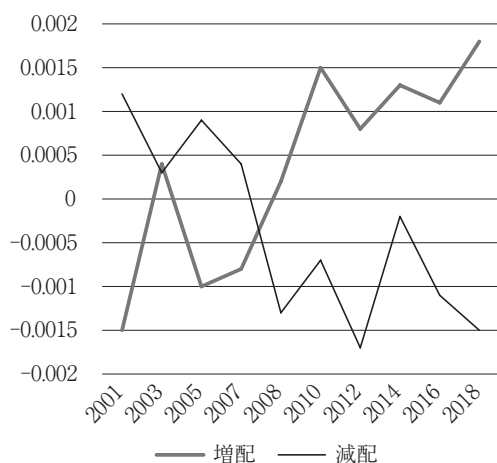


図6 CAR推移

影響でシグナリング効果は一時的に低くなる)を支持する結果も得られていると考えられる。

2001年から持ち合い解消が加速化され、上場企業は従来より株式市場への依存度が高まっている一方、株主構成も変化しつつ、昔の安定的かつ沈黙な株主から機関投資家を代表としての物言う株主に転換している。

「平成28年度生命保険協会調査」により、これらの投資家は企業の配当性向を投資先を決定する重要なポイントとしているため、間接的に経営者が配当への配慮を増加させたとも考えられる。したがって、持ち合い解消のプロセスでは企業と投資家双方の配当への関心が高まりつつ、配当シグナリング効果はこれに応じて上昇したと考えられる。

## (2) 配当政策変更における利益調整行動

### 2-1: 記述統計量

本節では分析の結果に基づいて解釈する。発生高の三つのモデルの推定結果は表4の通りである。ここで修正JONES・CFOモデルの係数有意性検定結果を表5にまとめている。

今回のモデル計算は年度ごとに行っているため、係数と標準偏差、t値は各年度集計した後の平均値で表す。修正JONES・CFOの定式によると、 $\beta_1$ は売上高の変化から売上債権の変

化を差し引いた項目の係数である。売上債権の変化は経営者に裁量される可能性が高い、という考えに基づくと、係数が正になるのは予想通りである。 $\beta_2$ はキャッシュフローの変化項目の係数である。キャッシュフローは現金に裏付けられないものと認識されているため、会計発生高と負の関係があると考えられる。係数が負になるのも予想通りである。 $\beta_3$ は固定資産に関連する項目の係数で減価償却という非資金項目から見れば、減価償却費が多いほど経営者がそれを利用し、利益調整する可能性が高い。つまり固定資産価値と裁量的発生高とは負の関係と考えられる。係数が負になっているのは予想通りである。

配当政策変更における利益調整行動を検証するために、表2のサンプルを用い、上述の修正JONES・CFOモデルで推定した裁量的発生高を時系列で整理し、平均値とt値は表6にまとめている。

表6によると、増配前の利益調整は有意ではなく、仮説②は検証できなかった。しかし、増配当年度と増配後一年も有意に正となっている。これは増配した後、投資家が継続的な利益と配当を期待することに背かないように増益調整で投資家に好業績を見せると同時に増益調整分の利益を次年度の目標とする攻撃型の利益調整と考えられる。

減配前と減配当年度の裁量的発生高平均値は有意になっている。減配当年度の裁量的発生高は減配前より減少した。つまり、仮説③：減配の場合、経営者は増配より配当金をさらに維持するプレッシャーを持たず、利益調整のインセンティブが弱まり、減配前より裁量的行動(裁量的発生高)が減少する仮説を支持する結果が得られている。経営者は利益調整において主な目的は減益回避、損失回避、予測利益達成の三つである。ここで配当政策変更における利益調整行動の結果に基づいて配当維持または増加という目的を利益調整のゴールの一つとして主張したい。

表4

| Specimen | モデル      | 企業数 | 最小値        | 最大値      | 平均値         | 標準偏差        |
|----------|----------|-----|------------|----------|-------------|-------------|
| 2010     | Jones    | 558 | -.4385520  | .3063290 | -.001130226 | .0936050144 |
|          | 修正 Jones | 545 | -.4377310  | .3043890 | -.005142705 | .0941725759 |
|          | 修正 CFO   | 545 | -.4158250  | .3189580 | -.000624514 | .0908415847 |
| 2011     | Jones    | 814 | -.8599820  | .2846270 | -.001598518 | .1145514956 |
|          | 修正 Jones | 797 | -.8508780  | .2855210 | -.001466132 | .1149853504 |
|          | 修正 CFO   | 793 | -.8196540  | .2752430 | -.001924607 | .1147378921 |
| 2012     | Jones    | 844 | -.6550670  | .3257510 | -.001297384 | .1170937416 |
|          | 修正 Jones | 848 | .2215670   | .2215670 | .221567000  | 0E-10       |
|          | 修正 CFO   | 816 | -.6501110  | .3316620 | -.002081203 | .1162189132 |
| 2013     | Jones    | 869 | -1.0346320 | .3878470 | -.001336786 | .1211445572 |
|          | 修正 Jones | 851 | -1.0297580 | .3867010 | -.001256881 | .1218317943 |
|          | 修正 CFO   | 850 | -.9783030  | .3810070 | -.001333342 | .1215574720 |
| 2014     | Jones    | 897 | -.5832580  | .2897760 | -.082669105 | .1390999310 |
|          | 修正 Jones | 882 | -.5758310  | .3073200 | .098153455  | .1176933872 |
|          | 修正 CFO   | 880 | -.5931630  | .2571100 | .002571257  | .0994408113 |
| 2015     | Jones    | 932 | -2.4372800 | .4915470 | -.001233720 | .1503871494 |
|          | 修正 Jones | 916 | -2.3968810 | .4816480 | -.000628046 | .1508041498 |
|          | 修正 CFO   | 915 | -2.3981290 | .4811300 | -.001957931 | .1507406920 |
| 2016     | Jones    | 948 | -.8485930  | .3083620 | .000607704  | .1239339424 |
|          | 修正 Jones | 931 | -.8417580  | .3205190 | .013248875  | .1237881620 |
|          | 修正 CFO   | 931 | -.8367820  | .3165280 | -.002810334 | .1228746008 |
| 2017     | Jones    | 929 | -.9961540  | .4726290 | -.007872579 | .1356050830 |
|          | 修正 Jones | 911 | -.9952570  | .4336310 | -.009755070 | .1342674129 |
|          | 修正 CFO   | 911 | -.9980460  | .4054280 | -.009045156 | .1333362716 |

表5

| 項目        | 係数     | 標準誤差  | t 値    |
|-----------|--------|-------|--------|
| $\beta_1$ | 0.0824 | 0.025 | 3.296  |
| $\beta_2$ | -0.279 | 0.041 | -6.084 |
| $\beta_3$ | -0.026 | 0.012 | -2.16  |

表6 配当政策変更前後の裁量的発生高

| 増配件数：767 件 |         |        |        |         |         |
|------------|---------|--------|--------|---------|---------|
| 増配年度 (0 期) | -2      | -1     | 0      | 1       | 2       |
| 平均値        | -0.017  | 0.0212 | 0.0308 | 0.0265  | -0.0237 |
| t 値        | -0.653  | 0.877  | 2.142  | 2.733   | -0.918  |
| 減配件数：345 件 |         |        |        |         |         |
| 減配年度 (0 期) | -2      | -1     | 0      | 1       | 2       |
| 平均値        | -0.0198 | 0.0152 | 0.0074 | -0.0082 | 0.0254  |
| t 値        | -1.385  | 3.072  | 2.643  | -1.256  | 0.0574  |

## 7 おわりに

本研究は持ち合い解消のプロセスで配当シグナリング効果の変化と配当政策変更における経営者の利益調整行動を実証的に分析した。持ち合い解消が加速化してから、投資家の配当金によるインカムゲインに対する期待が高まってきた結果、配当シグナリング効果を増大させた。一方、配当政策変更における利益調整行動に関しては、増配した後、経営者は投資家の期待に背かないように利益平準化を求める増益調整を行っている。これは先行研究と統合的な結論が得られている。減配の場合、減配前より減配後の裁量的行動が減少した。これは減配後、経営者は増配より配当金を維持するプレッシャーを持たず、利益平準化のインセンティブが弱まっていると考えられる。本研究の不足は用いられているサンプル企業が非製造業の7つの業界だけで、東証一部の非製造業企業という母集団を説明できるのかどうかはまだ分からない。今後は東証一部のデータ収集可能な上場企業のデータを入手し、より精確な実証分析を行いたいと考えている。

### 【注】

- 1) コーポレートイベントにおける利益調整行動に関する代表的な先行研究は：永田京子（2004）「新規株式公開企業の利益調整行動」。松本淳宏（2005）「新規公開企業の利益調整行動と利益の質」。北川教央（2008）「企業再編における経営者の利益調整行動に関する実証研究」。青淵正幸（2008）「株式新規公開企業の利益調整に関する一考察」。首藤昭信（2010）「経営者による株式保有と利益調整」。重本洋一（2013）「経営者の会計操作の動機と株式市場の反応」。
- 2) 石川博行（2007）『配当政策の実証分析』中央経済社。
- 3) 図4は日経 Financial Quest Ver.2.0で2010年から2018年までの東証一部非製造業企業の財務データを基に修正 CFO モデルで計算した裁量的発生高の絶対値の推移である。

### 【参考文献】

Damodaran, A. (2006) *Applied Corporate Finance: A*

- User's Manual*, 2nd edition, John Wiley & Sons.
- Dechow, P., R. Sloan, and A. Sweeney (1995) "Detecting earnings management," *Accounting Review*, Vol.70, No.2, pp.193-225.
- Dichev, I. and V. Tang (2009) "Earnings volatility and earnings predictability," *Journal of Accounting and Economics*, Vol.47, No.1-2, pp.160-181.
- Healy, P. M., and K. G. Palepu (1988) "Earnings information conveyed by dividend initiations and omissions," *Journal Official economics*, 21, pp.149-175.
- John, K., and J. Williams (1985) "Dividends, Dilution, and Taxes: A Signaling Equilibrium," *Journal of Finance*, 40(4), pp.1053-1070.
- Jones, J. (1991) "Earnings management during important relief investigation," *Journal of Accounting Research*, Vol.29, No.2, pp.193-228.
- Kormendi, R. and P. Zarowin (1996) "Dividend policy and the permanence of earnings", *Review of Accounting Studies*, Vol.1, No.2, pp.141-160.
- Kothari, S. P. (2001) "Capital Markets Reserch in Accounting," *Journal of Accounting and Economics*, 31, pp.105-231.
- Kothari, S., A. Leone, and C. Wasley (2005) "Performance matched discretionary accrual measures," *Journal of Accounting and Economics*, Vol.39, No.1, pp.163-197.
- Michaely, R., R. H. Thaler, and K. Womack (1995) "Price Reactions to Dividend Initiations and Omissions: Overreaction or Drift?" *Journal of Finance*, 50(2), pp.573-608.
- Miller and Modigliani (1961) "Dividend Policy, Growth and Valuation of Shares," *Journal of Business*, 34, pp.411-433.
- Skinner, D. and E. Soltis (2011) "What do dividends tell us about earnings quality?" *Review of Accounting Studies*, Vol.16, No.1, pp.1-28.
- 青木康晴（2011）「配当の情報効果と利益持続性、利益調整行動に関する実証分析」『経営財務研究』第31巻1号，pp.35-55.
- 青淵正幸（2008）「株式新規公開企業の利益調整に関する一考察」『立教ビジネスレビュー』。
- 石川博行（2007）『配当政策の実証分析』中央経済社。
- 石川博行（2010）『株価を動かす配当政策—コロボレーション効果の実証分析』中央経済社。
- 市原啓善（2017）「企業の配当政策が利益調整行動に与える影響に関する実証研究」科研費助成事業2版。
- 亀川雅人（1995）「日本企業の資本構成と資本コスト」『立教経済学研究』第48巻。

- 北川教央（2008）「企業再編における経営者の利益調整行動に関する実証研究」神戸大学機関リポジトリ.
- 重本洋一（2013）『経営者の会計操作の動機と株式市場の反応』日本評論社.
- 島田佳憲（2011）『自社株買い公表前における利益数値制御に関する実証研究』中央経済社.
- 首藤昭信（2000）「日本企業の利益調整行動」『産業経理』第60巻第1号.
- 首藤昭信（2010）『日本企業の利益調整—理論と実証』中央経済社.
- 諏訪部貴嗣（2006）「株主価値を向上させる配当政策」『証券アナリストジャーナル』.
- 牧田修治（2006）「わが国上場企業の配当政策変更の決定要因に関する実証分析」『証券経済研究』.
- 松本淳宏（2005）「新規公開企業の利益調整行動と利益の質」『六甲大論集』第52巻.